

# 融资成本高企难挡业务创新热情 券商掀起短融“发行潮”

□本报记者 王辉

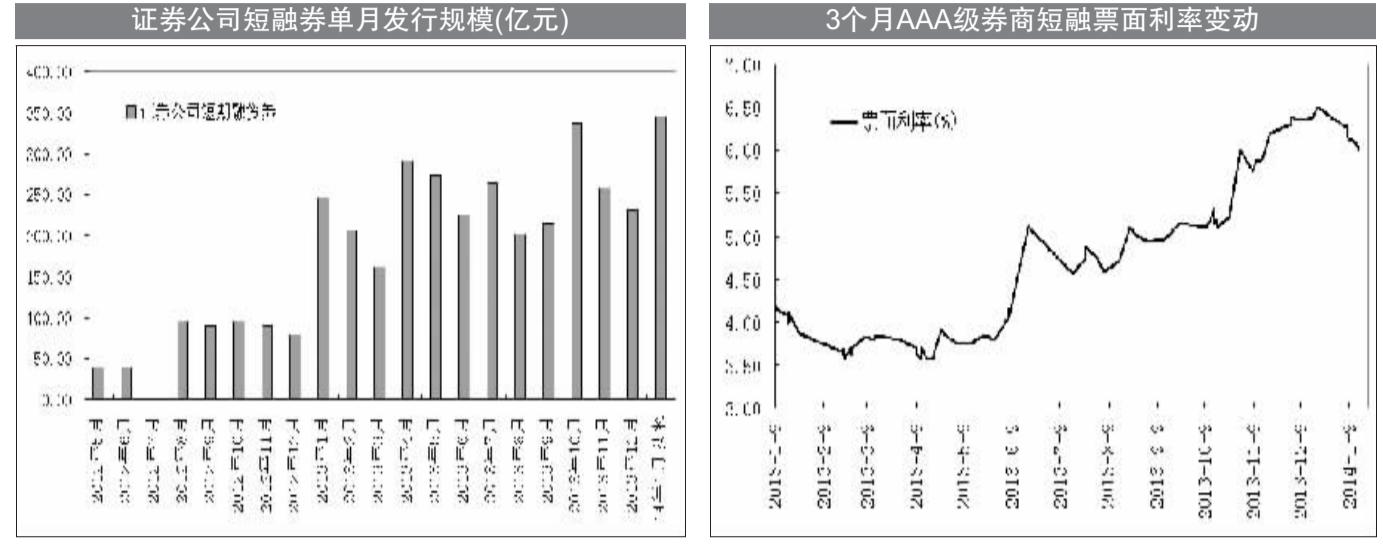
2014年新年伊始,尽管资金利率持续高企、发债成本大增,但多家券商仍合力掀起了一波融资潮。短短半个多月,证券公司短融券发行规模已突破300亿元,远超去年1月份全月水平。分析人士指出,去年以来在管理层的鼓励下,证券公司发展资本市场业务创新的劲头十足,抢发短融等融资手段成为支持其发展创新业务的重要砝码,预计2014年券商短融的发行力度将居高不下。

## 券商短融单月发行规模创新高

1月16日,西南证券公布了2014年度第二期短融发行文件,同时有6家券商在银行间市场进行短融招标或公布短融招标结果。2014年1月以来券商短融发行量急剧膨胀的势头,由此可见一斑。

据WIND截至16日的统计,1月以来共有19家证券公司公告发行短融券,累计21期、发行规模346亿元,发行起始日介于1月7日至1月21日之间。其中,华泰证券、西南证券更是一个月内连发两期。而2013年整个1月份,券商短融发行总量仅为246亿元,历史上券商短融单月最高发行额为2013年10月的336亿元。不难发现,年初至今,券商短融的发行规模和密度已经达到了前所未有的高度。

而值得注意的是,相较于2013年同期,由于资金价格高企和市场对于中长期流动性趋紧的负面预期,今年年初以来券商发行短融的成本已大幅攀升。数据显示,年初至今已发行完毕的3个月期



券商短融票面利率均在6%以上,最高达6.65%;而2013年1月份3个月期券商短融票面利率却均在4%左右,最高不超过4.20%。由此可见,当前券商短融的票息成本已达到2013年同期的1.5倍左右,而高成本并未阻挡住券商短融发行热情的高涨。

## 创新热情刺激发行高潮延续

资料显示,自2005年券商发行短融被管理层放行以来,券商类短融的发行直到2012年才出现明显放量,当年度券商共计发行短融561亿元。2013年,券商短融发行规模急剧扩大,全年共有33家券商合计发行了2995.9亿元短融券,达到2012年的5.34倍。

分析人士指出,近两年券商短融飞速扩张,最大的市场背景与政策背景,主要来自于管理层对于资本市场各项制度创新与证券公司自身业务创新的全面推进。

瑞银证券日前在一份针对中国证券行业的研报中表示,证券公司原有“通道服务”模式已经走到尽头,盈利模式演变为“杠杆+资产负债表业务”,其中低风险的资本中介业务高速增长以及杠杆快速提升,将共同驱动证券行业ROE快速提升。华融证券也指出,目前大多数上市券商的全要素增长率与股市涨跌幅基本一致,改变这种尴尬局面的最快捷途径,就是利用创新类的资本中介业务提升证券公司的利润空间。

就2014年全年来看,证券行业创新主要包括新股发行体制改革、新三板交易与挂牌、股指期权上市、开展券商做市商业务等多个方面。为配合相关业务的开展,今年全年券商整体仍会有巨大的融资需求。

就融资手段而言,短融、公司债、海外债等是券商资本中介业务的主要资金来源。目前来看,券商普遍更乐于采用3个月左右的短期限品种进行滚动融资,因为这可以降低年化的总融资成本。事实上,2013年总计2995.9亿元的券商短融中,有高达2186亿元当年到期。由此推测,随着各项创新业务的全面稳步推进,证券公司短融发行高潮有望贯穿整个2014年度。

交易所信用债跌多涨少  
产业债抛压沉重

周四,交易所信用债市场继续弱势调整,身处违约话题风口浪尖的产业类品种抛压沉重,表现明显弱于城投类品种。

企业债个券互有涨跌。活跃城投成交利率略有下行,如沪市11丹东债到期收益率下行10.22BP,09鹤城投跌5.28BP,深市08铁岭债跌2.74BP,08怀化债跌2.99BP;产业债则明显承压,收益率继续明显上行,如10凯迪债收益率上涨8.30BP,12春和债涨31.63BP,11蒙奈伦涨24.97BP。

在产业类品种承压背景下,公司债市场弱势依旧,活跃个券中09富力债收益率上涨0.36BP,11凯迪债涨13.78BP,09银基债涨10.59BP。高收益品种方面,11华锐02涨16.35BP,12三维债涨36.24BP,11中孚债大涨109.20BP。当日到期收益率超过10%的35只公司债中,只有三只成交利率出现小幅回调。

近期一连串的诸如华锐风电预亏、同捷科技债务代偿及中诚信托兑付等信用事件,使投资者的风险偏好大打折扣,信用债在利率市场表现平稳的情况下,走出一波持续调整行情。分析人士指出,经济增长有下行迹象,企业信用环境改善缓慢,资金面偏紧长期持续,大量存量债务到期还本,则进一步加大企业资金链断裂风险,今年债券违约风险势必面临重估。进入一季度,企业年报业绩开始陆续披露,暂停上市、评级下调等准信用事件进入高发期,可能持续加重市场违约预期,压制信用债尤其是中低等级品种表现。

某券商报告指出,从2013年8月的经验证看,高收益债需要出现连续的放量换手之后,才会出现企稳甚至反弹的可能。目前高收益债刚刚启动下跌的过程,量能仍显不足,继续下跌的概率较高。当然,高收益债短时剧烈调整、收益率多处在历史高位,对于部分高风险偏好的投资者来说,也可能蕴含博弈机会。(张勤峰)

大公国际将洛矿集团  
列入负面观察名单

大公国际资信评估有限公司15日发布公告,决定将洛阳矿业集团有限公司主体信用等级及“12洛矿MTN1”、“12洛矿MTN2”债项等级列入信用评级负面观察名单。

大公表示,洛矿集团原为洛阳栾川钼业集团股价有限公司第一大股东,持股比例35%,洛阳钼业是洛矿集团报表合并范围内的核心资产。2013年12月,洛阳钼业第二大股东鸿商产业控股集团有限公司通过H股二级市场增持洛阳钼业1.99%的股份,持股比例达到36.01%,成为洛阳钼业第一大股东。2014年1月13日,洛矿集团发布公告,称洛矿集团对洛阳钼业已不再拥有控制权,亦无意增持洛阳钼业股份取得控制权。大公认为,上述事项将影响洛矿集团的长期偿债能力和主体信用等级。

大公表示,将密切关注本次股权变更对洛矿集团未来生产经营和财务状况的影响以及洛矿集团进一步的偿债计划,并做出及时反应。(葛春晖)

## ■ 交易员札记

## 市场拐点未到 做多仍需谨慎

□中国邮储银行 王茵

近期市场资金面持续宽松,缴税效应影响有限,估计与外汇占款增加以及财政存款投放有关。1月16日,央行继续停止公开市场操作,资金面有所收紧,7天回购利率4.35%,较前一交易日提高33BP,隔夜资金出相对充足,价格变动不大。

市场交投仍然活跃,但买盘热情有所减弱。国债长短端皆有成交,7年期130015上午在4.57%附近反复成交。午盘买盘有

暂停公开市场操作。虽然市场对此早有预期,但是资金面却不再前几期那般表现得平静。银行间质押式回购市场上,供给收缩的状况已蔓延至短期品种上,14天及更短期限回购利率全线反弹。具体看,隔夜资金供给尚可,加权平均利率报2.79%,比前一日小涨3BP;7天资金出明显减少,加权利率大涨33BP至4.35%;14天回购利率加权值续涨10BP,报4.70%。14天以上资金需求持续旺盛,利率高位震荡,其中1个月品种涨5BP至6.90%。

交易员表示,部分机构此前已预料到

本周后半周可能成为资金面的“变盘时点”。一是,15日前后企业会集中上缴去年四季度所得税;二是,从16日开始,2014年春运正式启动,春节前取现行为增多,现金将大量流出银行体系;三是,本周新股密集发行,周五还有大盘股陕西煤业IPO。该交易员称,当前企业缴税影响还未完全过去,新股申购及现金漏损的累加效应则逐步发酵,往后资金面紧张状况可能进一步加剧。当然,各方对此也有充分预期,央行最早可能在下周重新启动逆回购操作。春节前投放资金属于央行历年的常规动作。

总体来看,市场拐点未到,交易仍需谨慎。

## “美国资本回流”是伪命题

□韩会师

主流舆论一般认为,QE退出必然导致美国资本回流,美元随之大幅走强是水到渠成、顺理成章的结果。然而2013年12月18日美联储宣布削减QE计划以来,美元虽有所上扬,但力度并不强劲。FOMC决议公布前,美元指数大约在80.04附近震荡,目前大约在80.94附近,累计上涨仅1%,表现似乎令人难以理解。其实,“美国资本回流”本身就是个伪命题。

美联储推出并数次扩大QE的真刺激了美国资本外流,但认为QE收缩将导致资本回流美国则略显片面。每年都有大量美国资本流向海外,同时也有大量美国资本回流美国,是否会发生资本“净”回流,要取决于双方的力量对比。

举例而言,2011年,美国银行和非银行金融机构的海外权益项下净回流资金约2200亿美元(如贷款收回),同期美国私人部门海外直接投资净流出4090亿美元,私人部门海外证券投资净流出1438亿美元,总体来看,2011年美国私人部门向海外净投资约3300亿美元。

如果把1960—2012年的美国国际收支平衡表逐年审视一遍,我们会惊讶地发现,虽然大家常把“资本回流”挂在嘴边,但在上述53年里,只有2008年美国出现了

3300亿美元的资本净回流,其他年份均为净流出。如果扣除政府部门,只观察私人资本流动,结论也是一样,美国私人部门只在2008年出现过约8700亿美元的资本净回流。换句话说,美国资本回流是一种非常罕见的情况,部分年份、部分项目下的资本净回流的确存在,但从整体着眼,美国国内资本在海外寻求投资机会的动力更大。

之所以2008年成为历史上绝无仅有“资本回流年”,是因为2008年次贷危机达到最高潮,在大型金融机构纷纷陷入困境,实体经济大面积破产倒闭(或濒临倒闭)的情况下,美国企业大量抛售海外资产,筹措资金修补母公司资产负债表。仅证券投资一项,美国私人部门就抛售了约2000亿美元,遭受重创的银行和券商净收回海外投资额约5400亿美元,庞大的海外资产抛售规模,造成美元需求骤增,美元指数2008年3月曾触及70.7低点,当年11月最高触及88.5,累计最大升幅达25%,2008年的大幅飙升也终止了2002—2007年美元指数持续6年的震荡下滑行情。

但请注意,次贷危机被格林斯潘称为“百年一遇”的经济危机,并且只在2008年金融海啸席卷全球这一年,美国资本发生了净回流,在其他风平浪静的时候,或者美国经济欣欣向荣的时候,或者互联网泡

沫危机、9·11恐怖袭击危机等众多规模和影响较小的危机爆发时,美国海外资本都没有发生过净回流,那么我们能够期望2014年,这一美国经济继续走向复苏的年份,美国资本一改常态重新杀回美国吗?这几乎是不可能的事情。

除了2008年,外国资本一直是每一轮美元走强背后的真正功臣。每一年全球均有大量资本以直接投资、证券投资、银行信贷等各种形式流入美国,其中一部分被美国人再次运用到海外,另一部分则用来平衡美国庞大的经常项目逆差。举而言之,2003—2012年十年里,美国私人海外投资年均流出资金约5800亿美元,同期外国私人部门对美国投资年均流入约7400亿美元,外国政府部门对美国投资年均流入约3985亿美元。换句话说,美国人一直在用全世界的资金为自己的海外项目融资,每一次全世界对美国资产的追捧实际上都加快了美国资本的全球配置步伐。

我们不应对2014年资本回流美国报任何期望,舆论的炒作的确可能促使外国资本加大对美投资,但这无疑将帮助美国资本进一步扩大其全球势力范围,因此2014年不但不是美国资本回流年,反而可能掀起一轮美资全球配置的小高潮。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

## 人民币兑美元汇率跌至年前水平

因国际外汇市场美元强劲反弹,1月16日人民币兑美元汇率中间价和即期价连续第二个交易日下跌,双双回落至年前水平。市场人士表示,预计春节前人民币汇率将跟随美元双向波动,总体保持稳定。

14日以来,由于最新公布的美国经济和通胀数据表现良好,且美联储官员继续表态应更快缩减购债,美元兑多数货币上涨,美元指数收复了此前因2013年12月非农数据欠佳而导致的大部分跌幅。

人民币方面,中国外汇交易中心公布,16日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.1065,两个交易日累计回调133基点。分析人士指出,虽然美国经济基本面总体向好,但美国经济和就业形势仍有较多不确定性,因此未来美元仍将呈现反复震荡走势;这一背景下,受境内外利差和贸易顺差因素影响,人民币汇率中短期内仍将整体趋于升值,但升值的速度将放缓,波动将加大。(葛春晖)

## “一日游”收场 期债重归跌势

在由国债热销点燃的做多情绪降温后,资金面收紧的隐忧重新将国债期货市场带回调整格局。周四,国债期货高开低走,三合约全线收跌,交投清淡,谨慎气氛浓郁。市场人士指出,临近春节,资金面波动或将加大,国债期货市场可能重回弱势。

具体看,周四国债期货主力合约TF1403收报91.640元,跌0.17%,成交量1758手,只有前一日的一半,日增仓6手,总持仓3668手;TF1406合约收报92.238元,跌0.1%,成交57手,日增仓11手;TF1409合约收报92.506元,跌0.06%,成交5手,持仓稳定。

周四,银行间国债市场收益率率先抑后扬。代偿期接近7年的品种中,130020早盘成交在4.52%,尾盘升至4.56%一线,前

## 中期仍需谨慎

红盘报收;此外,石化转债上涨0.16%,工行转债跌0.18%。

截至16日收盘,25只个券中只有13只到期收益率超过3%,其中南山转债最高,达到7.25%。

分析人士认为,昨日可交易的25只转债中有15只上涨、10只下跌,多数个券走势追随强于正股。其中,前期持续走软的平安转债大涨1.90%,成交8.9亿元,较上日放大1.3倍,居两市涨幅和成交首位,是当日指数收红的首要力量;居成交第二、三位的中行、民生转债双双下跌,但跌幅均不大;前期持续下挫的重工转债放量反弹近1%,同仁转债涨0.91%,国电、川投双双以

## 部分可转债行情和价值分析

名称	最新	涨跌幅	正股涨跌幅	纯债价值	到期收益率	转股溢价率
南山转债	90.68	0.61	0.32	97.13	7.26	25.33
博汇转债	102.69	0.11	-0.23	104.73	6.13	42.79
中海转债	89.64	-0.4	0.48	90.83	5.74	83.55
深机转债	92.197	0.41	0.48	92.81	5.54	23.74
徐工转债	87.068	0.31	0.15	85.53	5.38	6.91
中行转债	96.6	-0.19	-0.4	97.83	5.36	8.96
石化转债	96.33	0.16	-0.65	95.31	4.81	6.96
歌华转债	94.75	0.42	0.41	93.82	4.72	92.76
隧道转债	91.31	-0.15	0	84.46	4.23	6.06
恒丰转债	95.45	0.47	0	92.38	4.13	20.61
国电转债	100.4	0.7	0.44	95.75	3.95	5.68
工行转债	98.99	-0.18	-0.87	94.95	3.24	1.88
民生转债	96.06	-0.3	-0.55	83.86	2.87	31.62
深燃转债	94.84	0.19	0.28	80.52	2.77	13.97

国开行21日增发五期固息金融债  
调整17日金融债发行方案

国家开发银行16日发布公告称,定于1月21日增发2014年第一期3年期、第二期5年期、第三期7年期、第四期1年期和第五期10年期固息金融债,分别不超过80亿元、70亿元、40亿元、60亿元和50亿元。

国开行第一至五期金融债票面利率分别为5.6957%、5.75%、5.79%、5.01%和5.90%。债券按年付息,第一至三期债券起息日为2014年1月14日,第四、五期债券起息日为2014年1月20日。

此次增发的五期债券均于1月21日招标,缴款日均为2月10日,除1年期品种上市日为2月12日,上市日为1月28日。(张勤峰)

